



TITLE:

財政・通貨危機と公債政策 - 第一次大戦期のイギリス財政(1) -

AUTHOR(S):

鶴田, 廣巳

CITATION:

鶴田, 廣巳. 財政・通貨危機と公債政策 - 第一次大戦期のイギリス財政(1) -. 経済論叢 1975, 115(4-5): 410-441

ISSUE DATE:

1975-04

URL:

<https://doi.org/10.14989/133604>

RIGHT:

經濟論叢

第 115 卷 第 4・5 号

スタンダード石油会社における

過小資本化とその修正……………高 寺 貞 男 1

日本の經濟計画と国民所得勘定(1)……………吉 田 忠 21

1925年イギリス金本位制復歸と

アメリカ連邦準備政策……………奥 田 宏 司 43

資本測定と標準商品……………岡 本 義 行 68

財政・通貨危機と公債政策……………鶴 田 廣 巳 90

昭和 50 年 4・5 月

京 都 大 學 經 濟 學 會

財政・通貨危機と公債政策

——第一次大戦期のイギリス財政(1)——

鶴 田 廣 巳

は じ め に

周知の如く、「世界の工場」としてのイギリスの独占的地位は、すでに第一次大戦以前、ドイツ、アメリカ等の抬頭によって次第に打ち破られつつあり、それは特に鉄鋼業などにおいて著しかったが、そうした競争上の劣位は、綿製品を先頭とする輸出貿易や歴大な海外投資、植民地独占、さらにロンドンの対外金融力等で補完されていた。換言すれば、イギリスは産業上の相対的劣位化を、国際金融上の支配力をもって支えることにより、帝国主義強国としての覇権を維持していたのである。だが、大戦は、こうしたイギリスの国際金融上の絶対的優位をも奪い去り、その世界経済・金融上に占める地位の弱体化を加速させる契機となった¹⁾。

小論において、われわれは、大戦によるイギリスの金融覇権の動揺を、戦時財政＝公債政策の展開過程と関連させつつ解明しようと試みた。その際、われわれが念頭においたのは、財政収支の不均衡と国際収支の不均衡との相互関係が、公債問題を媒介としてどのような展開を示すのか、という視角である。この両者の相互関係は、現代においても、最も重要な経済問題のひとつをなしており、そこに、われわれは着目するからである。

ところで、各国財政の国際的連関や、国際的条件下での一国財政の展開と変容、さらに帝国主義本国財政と植民地財政とのあいだの支配＝従属関係等々を

1) Cf. T. W. Lamont, *The Effect of the European War on America's Financial Position, The Annals*, Vol. LX, Jy. 1915, pp. 106-112. また次をも参照。E. ヴァルガ、和泉仁訳「戦争と世界経済」昭和15年、121-131ページ。渡辺佐平、イギリス金融市場の世界的地位、金融制度研究会「イギリスの金融制度」昭和34年、9-17ページ。

各国金融資本の国内的、国際的運動と関わらせつつ解明するという課題は、不思議なことに、従来ほとんどとりあげられなかったといっても過言でない。ブルジョア財政論が、こうした問題に答ええないのは当然のことだとしても²⁾、科学的財政論の見地からする研究にあっても、いわゆる「国際財政論」の分野に関する十分な検討がなされているとはいいがたいのである³⁾。

以上の問題状況からみて、この分野での科学的分析が、現在、とくに要請されていることが了解されよう。もちろん、小論は、上記の如き問題の全面的検討を企図したものではない。ただ、如上の視角から、第一次大戦期のイギリス財政をとりあげたに留まる。

われわれは、以下において、財政危機と通貨危機とが公債問題を媒介として相乗的に激化してゆく過程⁴⁾を、イギリスを素材として実証的に考察する。第

2) 例えば U. K. ヒックスは大戦間期のイギリス財政をとりあげ、「貨幣政策は一層広い範囲をもつようになった。重要な決定は、自国通貨の他国通貨に対するまた金に対する関係に基いてなされねばならなくなった」と指摘しながら、「貨幣・信用政策は、それ自体として財政の領域に入るとは考えられない。ことに対外通貨価値の安定に直接関連する分野についてそうである」として財政の国際的側面を目をつぶってしまう。このように財政と貨幣・信用政策とを機械的に切斷し、とくに外国為替問題を視野から欠落させるならば、閉鎖的な一國経済体系の下での財政分析＝「死んだ抽象」に陥る外なくなろう。財政と通貨相互間の現実のダイナミックな運動は解明しうべくもないのである。Cf. U. K. Hicks, *The Finance of British Government 1920-1936*, New ed., 1970, Ch. 19. do., *Public Finance*, 2. ed., 1955, Ch. 19, 異・肥後訳「新版財政学」昭和37年、第19章。また肥後和夫氏はその一連の論稿において、財政と国際収支の相互関連を問題とされたが、残念ながら氏の基本的発想は「完全雇用ないし経済発展と国際収支の均衡」を「財政政策においてどう調整するか」というにすぎないものである。それは結局、自由化政策による「世界的経済繁栄」を唱道するための理論的道具立てを整えることにならざるをえず、われわれはそこに近代経済学流の調和論からくる限界性と誤謬を見ないわけにはいかない。肥後、財政政策と国際収支、「近代財政講座」第2巻、昭和32年。同、国際収支と財政、「金融財政講座」第5巻、昭和35年。同、国際財政論、「財政学講座」第4巻、昭和40年。

3) 「財政の国際性」についてわが国で最初にとりあげようとしたのは、大内兵衛氏であろう。だがそれは未完のままに残され、わずかにそのプランを窺いうるにすぎない（「大内兵衛著作集」第1巻、昭和49年、749ページ）。最近では「財政自主権」をめぐる対立と抗争という視角からする一連の研究結果が発表されており、注目すべきである。これについてはとりあえず以下の諸稿を参照のこと。坂井昭夫、援助と「財政自主権」、「経済論叢」第106巻第4号、昭和45年。同、「財政自主権」への問題提起、島・宮本・池上編「財政危機の国際的展開」昭和49年。池上淳、国際財政の史的展開、「現代財政学体系」第4巻。また、池上淳、財政危機の国際的展開とケインズ主義、島・宮本・池上編前掲書所収、をも併せて参照のこと。

4) 第一次大戦期以降の公債問題の重要性からみて、ヒックスといえどもこれを無視するわけにはいかない。「財政領域と密接な関連をもち、無視することのできない貨幣的手段の一面」たる公債政策をとりあげざるをえない所以である。その場合、ヒックスも公債政策が為替相場の変

一次大戦以後の世界経済にあってひとつの基軸的關係をなす英米間の対立と抗争において、財政と通貨の相互關係、その媒介をなす公債問題は、まさに国民経済管理上の一大問題を構成すると同時に、両帝国主義国間の矛盾の一点たるに至った⁵⁾。そして、財政収支と国際収支の両不均衡、その相互關係こそ、イギリスの国際金融上の支配権が衰退の途をたどる枢軸をなすものだったのであり、われわれが大戦期イギリスを祖上にのぼせるのも、そこに問題の端初的発生を見出すからにはかならない。

なお、小論の取り扱う時期は、開戦より1917年4月のアメリカ参戦にいたるまでの、ほぼ2年半である。あらかじめお断りしておく。

I 開戦時の金融危機と赤字財政への移行

1 開戦時の金融危機と救済融資

1914年7月初め、ヨーロッパに戦雲が広がるとともに、主要な金融市場では危険な徴候が現われつつあったが、こうした動きは、7月25日のウィーン取引所のパニックとともに一挙に噴き出した。各国の証券取引所では、換金を求めて売りが殺到し、証券価格が激落、結局、30日までに、パリを除く大陸の主要取引所はすべて閉鎖された。売りの波は、さらに海を越えて、ロンドン、ニューヨークの各取引所にも波及し、同時に、パリでは1カ月間の清算延期が決定されるに及んで、ついにこれら両取引所も閉鎖のやむなきに至った。加えて、大戦勃発とともに、多くの国々は金での支払いを制限ないし禁止する措置をと

へ向によって規定された事実に基づいてはいるが、それもせいぜい、将来、「粉料の糞」(“an embarrassment”)となるだろうという程度の位置づけにとどまる。既述のヒックスの観点からすれば当然の帰結というべきである。Cf. U. K. Hicks, *The Finance of British Government 1920-1936*, 1970, p. 311.

5) 加藤正秀氏は、大戦期イギリスの国際経済上の地位の低下を、主として「マネタリーな面」から明らかにされた。しかし、氏の場合、その分析視角に制約されているとはいえ、赤字財政の展開が貨幣・金融面に与えた影響に関する分析はきわめて弱い。大戦期のイギリスを問題にする以上、戦時財政の展開を抜きにしては十分に語れないのではなからうか。ましてやボンドの凋落＝通貨の危機がまさに赤字財政の展開によってもたらされ、前者はまた後者を一層促進するという関係が存在した点からすれば、その分析は全く片手落ちにならざるをえないと思われる。加藤正秀、第一次大戦期のボンド、立正大学「経済学季報」第17巻第1号、1967年、参照。

り、また敵国との為替取引も切斷された。こうして、国際的な決済資金の調達のための手段は、すべて利用不可能となり、決済機構の崩壊の中で外国為替市場は完全に麻痺してしまったのである。

国際決済機構の機能麻痺は、ロンドン市場に特別の重圧を加えずにはいなかった。

周知の如く、ロndonは、手形引受＝割引業務を通じて世界貿易に金融をつけ、第一級の国際金融市場としての地位をほしいままにしてきた⁶⁾。引受業者は、貿易手形その他に引受信用を与え、その引受手形は割引市場で割引かれる。割引業者は、銀行等からコールその他の短期貸付資金を受け入れて、それを手形割引に運用し、他方、銀行はまた、割引手形を一定程度まで買い入れ、自己の第二線準備とする。このように、諸金融機関相互の連繋の下に精妙に発展を遂げた短期手形市場の存在こそ、ロンドン市場の特徴をなすものであった。かかる機構の下では、外国債務者からの規則的なロンドンあて送金によってのみ業務の円滑な進行が保障されるのであって、万一、支払いの連鎖が断ち切られるならば、パニックの生ずるは必定であろう。

しかるに、開戦に伴う決済機構の崩壊は、海外からの支払いを著しく困難にし、あるいは、全く不可能にしたから、引受業者・割引業者は、重大な危局に直面させられることになったのである。割引業者は、資金の逼迫に処するため、手形の再割引を求めてイングランド銀行につめかけ、同行は公定歩合の引き上げをもって対応したから、レートは、わずか3日間に、それまでの3%から10%にまでも引き上げられた。また、事態の急激な悪化に対して、株式銀行等も取り付けから身を守るため、短期貸付資金の回収を急いだから、パニックは一層煽られる結果となったのである。

金融危機の昂進に対し、政府はイングランド銀行と協力して、やつぎばやに緊急措置を講じ、その鎮静を図った。イングランド銀行に対する銀行券の限外発行権限の認可、交換所加盟銀行に対する市場支援の要請、銀行休業日の3日

6) 戦前、世界貿易の場がイギリスの信用によって金融をつけられていたとみられている。Cf. A. W. Kirkaldy (ed.) *British Finance during and after the War 1914-21*, 1921, p. 4.

間延長、支払猶予法の成立、政府紙幣 (currency notes) の発行開始、等々がそれである。イングランド銀行券の限外発行の認可や政府紙幣の発行開始などの措置は、銀行休業日終了以後の取り付けの可能性に備えるためにとられたものであったが、懸念された騒ぎは実際には起らなかった。それ故、銀行券の限外発行は現実にはほとんどなされず、また、政府紙幣の発行も、銀行救済のために貸し付けられた額はわずかにとどまった。政府紙幣の発行が重要な意義を獲得するのは、赤字財政の展開過程においてであるが、その具体的説明は後段に譲る。支払猶予に関しては、その対象とされたのは、最初、要求払い以外の手形だけであるが、その後すぐに、全般的モラトリウムが実施された。

以上の措置によって、国内の危機は多少緩和されたとはいえ、手形市場・外国為替市場はなおその機能を麻痺させていた。割引業者や銀行は、当面決済しえない手形に自己の資金を拘束されており、その手形の究極の価値は疑問であった上、他方、引受業者は、モラトリウム期間だけ支払いを猶予されたにすぎず、結局、こうした状況の下では、新規の引受＝割引業務は行なわれようもなかったからである。ここに、政府はイングランド銀行と協力して、割引業者や銀行、引受業者に対する救済融資に乗り出すに至った。

まず8月中旬、次の発表がなされた。すなわち、イングランド銀行は、モラトリウム以前に引き受けられたあらゆる指定手形 (approved bills) の再割引に際すること、また、政府は同行に対し、その際被るかもしれないいかなる損失をも補償するというのが、それである。この発表と同時に、割引業者は大量の手形をイングランド銀行にもち込み、さらに、巨大株式銀行のいくつかもまた、長年の慣行を破って再割引を求めた。割引は、8月いっぱい大規模に続けられ、結局、11月末にこの措置が停止されるまでに、融資額は1億2000万ポンドにも達したのである。他方、引受業者に対しても、9月初め、満期手形の支払いにあてるための融資が開始された。貸付利子は公定歩合の2%高、終戦後1年を経過するまでは返済の要なし、というのがその条件であった。かくして融資された額は、6000万ポンド余にのぼり、外国からの送金分とあわせ、引受業者は、

その満期手形の大部分について決済をなしえたのである。

さらに、時期的にはやや遅れるが、証券取引所の再開を支援するためや、輸出業者に対し海外の不払い債務を肩代わりするための救済策も講じられた。しかし、結果的には、これによる融資額は微々たるものとどまった。ともあれ、こうした救済措置の下で、ロンドン市場は徐々に回復を示し始めるのである⁷⁾。

さて、救済融資によって、「イギリス金融資本の軸心をなす双頭」たるマーチャント・バンカー、巨大株式銀行、また、この両雄の「媒介環」をなす割引業者や株式仲買人等の破産回避が図られたことは、同時に、新たな問題を生み出した。市場資金の過剰である。しかもこれは、次第に残高を増大させつつあった政府紙幣発行や、開戦初期における政府の一時借入金を利用した戦費調達によっても、いっそう促進された。これに対して、手形市場にあってはその業務量は激減し、手形供給高も極度に減少していた。こうして当然のなりゆきながら、短期金利は著しい下落を示し、3カ月もの銀行手形割引率は、15年2月には $1\frac{7}{16}\%$ にまでも落ちこんだのである。

2 赤字財政への移行と市場金利の引き上げ

1914年8月4日、イギリスはドイツに対し宣戦を布告、それとともに政府は通常の陸海軍費のほかに巨額の戦費を計上する必要に迫られたが、戦争が未曾有の規模に達するであろうとの予測の下に、追加予算による方法を避け、臨時軍事費 (Vote of Credit) として何ら経費の使途を明記せず総予算中に一括して計上する方策をうちだした。最初の臨時軍事費予算1億ポンドは早くも同月7日には議会を通過し、その後認められた分を含め、14年度には合計3億6200万ポンドの臨時軍事費予算が計上された。

臨時軍事費の財源についてみると、増税による歳入増が企図されたことは後にもみる通りであるが、それによる増収額は膨脹を続ける戦費に比すれば全く

7) とはいえ手形市場は手痛い打撃を受けた。開戦以来1914年10月までに、手形市場の取引高はその通常業務量の5%以下にまで減少し、しかも、外国貿易や植民地貿易の大部分はロンドン宛手形によらないで決済されていたといわれる。Cf. E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-25*, 1952, p. 32.

不十分であり、結局は公債発行による以外に道は見出せなかった。かくて、政府は8月末に至り「1914年戦時公債法」を成立させ、歳入補填のための起債権限を手に入れた。臨時軍事費を賄うための赤字公債の発行がここに認められた。これ以後、イギリスは毎年度戦時公債法を成立させ、急膨脹する臨時軍事費を公債発行によって支えつつ赤字財政の道を急進撃するのである。

さて、開戦当初政府は一時借入金と大蔵省証券とによって戦費の多くを賄っていた。8月から11月までの間にこれらによって調達された額は、前者によるものが3500万ポンド、後者によるものが8250万ポンドであった。この時期の一時借入金金利下落の一因をなしたことは既述の通りであるが、それはある面では政府にとって好都合であった。借り入れレートが低率であるだけ公債費負担を軽減しえたからである。殊に、この期に発行された大蔵省証券はテンドー、つまり公開入札によるものであって、その割引率は市場金利の動向によって決定されるから、金利下落によって政府はそれだけ安価に起債を行なうことができたわけである。しかし、金利を下落するにまかせておくことはできなかった。その理由は物価と為替相場の動向の中に見出される。

卸売物価は開戦と同時に上昇し始め、それは15年4月頃まで続いたが、なかでも小麦、燕麦、砂糖等の食料や機関用石炭、木材、皮革などの値上がり著しかった。それは、主として輸入品コストの上昇や戦争による供給路の遮断等によるものであって、軍事需要の圧迫は次第に増大しつつあったとはいえ、いまだ重要な要因とはなっていなかった⁸⁾。とはいえ、財政赤字が減少するどころか今後いっそう増大することが予想される下では、何らかの対策が打ち出されねばならず、その一環として金利引き上げが日程にのぼせられるに至ったのである。「平常通りの業務」(“Business as Usual”)をスローガンに戦時統制がほとんど行われていなかった当時あっては、それによって市場メカニズムを通じる物価の抑制が図られたのだといえよう。

いっそう重要な要因は、中立諸国に対する為替相場とりわけ対米相場下落

8) *Ibid.*, p. 292.

であった。金融危機のさなかに崩壊した為替市場も次第に常態に復してきたが、その中で明らかになったのは、多少の動揺があるとはいえ対中立国相場の軟調であった。特に対米相場は開戦の際一時暴騰を示したものの早くも14年末には平価を割り込むまでに至り、翌年に入るや、この傾向は阻止されるどころか夏には甚だしい下落をきたすほどになったのである。相場下落に対し、イングランド銀行は、すでに14年11月の時点で、金利下落が為替に及ぼす悪影響に懸念を表明していたが、ついに翌年2月には相場の支持に当らざるをえなくなった。と同時に、大蔵省も金利の引き上げに多大の力を注ぐ必要に迫られたのである。それはもちろん、ロンドンにおける外国勘定短期残高のつなぎとめによって、相場の安定を図るためであった。パニックが去るとともに外国資金のロンドン選好が再び高まり、それとともにロンドンの外国残高は増大していたといわれており、金利の引き上げによってその逃避を防ぐ必要があったのである。

さて、金利引き上げのため、政府はまず14年11月、第一回戦時公債の発行にふみきった。これによって、一方では大蔵省証券の発行を停止して流動債による戦費調達という従来のやり方を改めるとともに、他方で長期公債への応募を促すことにより市場資金の吸い上げを図ったのである。しかし、この公債の発行に対する期待によって一時阻まれた金利の低落も、14年末からは再び急速に進行し始めた。けだし、手形供給の減少をその一因とする金利の下落に対し長期債の発行でもって対処するのは困難だったからである。そこで、15年2月からは一時停止されていた大蔵省証券のテンダー発行が再開され、また3月には、5カ年期限の3%国庫債券もテンダーで売り出された。政府は以上の種々の借り入れからの収入金を、極力イングランド銀行の「政府預金」勘定に蓄積することにより市場統制を補強しようと努め⁹⁾、他方、イングランド銀行も、交換所加盟銀行に対し短期貸付レートを2%以下にしないよう圧力をかけ、政府の金利統制を支援したのである。

だが何といっても決定的だったのは、15年4月以降開始された大蔵省証券の

9) この方法は経費膨張の前に、結局15年秋に至って放棄された。

タップ発行であったといわねばならない。タップ発行とは、毎日、一定利率で、無制限に売り出すというやり方である。毎日、無制限に発行される限り、大蔵省証券が手形供給の減少した市場において支配的な金融資産となるのは当然であった。というのも、それは極めて流動性に富むと同時に最も信頼しうる手形だからである。しかもこの発行方法によれば、応募者はその購入額および購入時期を自分の都合にあわせることができたから、この面からもタップ大蔵省証券は市場で歓迎されたといえよう。こうして、タップ・レートは金融市場で支配的な短期金利となり、政府は市場金利統制の強力な手段を手にするに至った¹⁰⁾。事実、市場金利はタップ・レートが引き上げられるにつれ上昇したのである。

II 為替釘づけ政策の展開と財政・通貨危機

1 赤字財政の進展と公債費負担の増大

戦局の進展は経費膨脹をもたらさずにはいなかった。臨時軍事費は1914年度の3億5700万ポンドから翌年度にはその4倍近くの14億ポンドへ、さらに16年

第1表 イギリス政府歳出実績 (百万ポンド)

	1913年度	1914年度	1915年度	1916年度
既定費	37.3	35.4	73.5	131.9
軍事費	86.0	361.2	745.6	854.8
連合国・自治領貸付	—	51.8	316.0	544.7
軍需品費	—	—	246.7	559.4
その他民政費	55.0	79.0	165.9	166.1
徴税費	29.5	32.2	35.6	37.8
歳出合計	207.8	559.6	1,592.3	2,302.0

B. Mallet and C. O. George, *British Budgets 1913-14 to 1920-21*, 1929, p. 392.
より作成。

10) スポールディングは、大蔵省証券のタップ発行が①市場の流動資金を吸収することによりコール・短期通知貸および長期資金のレートを高水準に維持し、さらに②銀行手形および程度は劣るが商業手形の割引率にも影響を及ぼすと述べている。 Cf. W. F. Spalding, *The London Money Market*, 6. ed., 1938, p. 155.

度には19億7400万ポンドへと急激な増大をとげた。それは、まずもって直接の軍事費や軍需品費の膨脹によるものであったことはいうまでもない。が、注意しなければならないのは、その外に連合国・自治領等に対する貸付、殊に前者に対するそれが臨時軍事費の中から支出され、しかも急速に増大していたという点である。連合国に対する「金融業者かつ供給者」としての役割を果たしていたイギリスは、まさにその故に自らの財政破綻をいっそう促進させていたのである（以上、第1表参照）。

膨脹を続ける経費に対し、通常歳入も所得税・付加所得税・超過利得税などを中心に顕著な伸びを示した（第2表）。所得税の標準税率は毎年度引き上げら

第2表 イギリス政府歳入実績

（百万ポンド）

	1913年度	1914年度	1915年度	1916年度
関 税	35.4	38.7	59.6	70.6
内 国 消 費 税	39.6	42.3	61.2	56.4
計	75.0	81.0	120.8	127.0
相 続 税	27.4	28.4	31.0	31.2
印 紙 税	10.0	7.6	6.8	7.9
地 租	0.7	0.6	0.7	0.6
家 屋 税	2.0	1.9	2.0	1.9
所得税及び付加所得税	47.2	69.4	128.3	205.0
超 過 利 得 税	—	—	0.1	140.0
地 価 税	0.7	0.4	0.4	0.5
計	88.0	108.3	169.3	387.1
租 税 収 入 合 計	163.0	189.3	290.1	514.1
租 税 外 収 入	35.2	37.4	46.7	59.3
歳 入 総 計	198.2	226.7	336.8	573.4

Board of Trade, *Statistical Abstract for the United Kingdom*, No. 70, 1927, p. 106.

れ、14年度には前年度の1ポンド当り1シリング2ペンスから1シリング8ペンスへ、15年度には3シリングへ、さらに16年度には5シリングへと大巾な更新をみた。同時に、免税点の引き下げや賃金所得に対する新たな課税により大

衆課税の強化も図られた。加えて、付加所得税の税率の引き上げや超過利得税の創設、また間接税の引き上げや新設も相次いで実施された。だが、それにしても税収のみによって経費膨脹を支えることは到底不可能だったのであり、結局、政府は借り入れに大きく依存せざるをえなかったのである。そこで次に起債状況について検討しよう。

すでにふれた如く、14年11月、第一回戦時公債の発行が行われた。その限度額は3億5000万ポンド、額面レートは $3\frac{1}{2}\%$ であったが、発行価格は95に定められたからその実質利回りはほぼ4%にも達した¹¹⁾。割引発行がなされた背景にはシティーの圧力があったといわれ、銀行は1億ポンドにのぼる応募を行う手はずになっていたため、政府としては特典の付与に応じざるをえなかったのである。

この発行の後には、一面では金利統制の目的から、政府は再び短期債や大蔵省証券への依存を強めていたが、15年6月に至って第二回戦時公債の募集にふみきった。戦局の拡大に伴い、新たに巨額の資金を調達する必要に迫られたからである。従来と異なった試みとして、より広範な資金を動員するため5ポンド・25ポンドの債券も準備され、零細資金をもかき集めるべく5シリング・10シリング・1ポンドの領収書も用意された。また、大蔵省証券の保有者で新公債への投資を望む者には、イングランド銀行が $4\frac{1}{2}\%$ でその割引に応じることになっていたが、これは大蔵省証券の償還とその長期債へのふりかえを狙ったものであった。

いっそう重要なことは、借り換え権利や「契約された特権」(“covenanted benefit”)が認められた点である。前者は $3\frac{1}{2}\%$ 戦時公債やその他戦前からの無期公債の保有者が新公債に乗り換える権利を意味し、新規起債による旧証券の価格下落というありうべき事態から保有者を保護することを企図していた。また後者は第二回戦時公債の保有者に対し、将来長期債の発行がなされる場合これに乗り換えうるなどの権利を予め賦与したものであった。これに加え、額面レ

11) E. L. Hargreaves, *The National Debt*, New ed., 1966, p. 232.

ートは $4\frac{1}{2}\%$ と、最初の戦時公債発行以来1年もたないうちに1ポイントも高められた。これらはすべて政府信用の急激な悪化を反映するものであり、公債消化のために特権・高利回りが保証されねばならなかったことを示している。

以上と並び、政府は15年1月の取引所再開直後から行っていた新規資本発行統制をいっそう強化するなど、あらゆる手段を使って起債を成功に導こうと努めた。こうしてやっとのことで新公債は9億ポンド余りが消化されたが、このうち実質的な借り入れ分は6億ポンドに満たず、他は借り換え分であった。第一回戦時公債の際は予想以上の応募でもって発行限度額を超過するほどであったが、今回は魅力的な条件にも拘らず期待されたほどの成果は得られなかったのである。銀行の直接応募額は2億ポンドとみられていた。

「契約された特権」の存在は、以後、長期債の発行を困難に陥れた。公信用の悪化の下では利回りを高める以外起債の成功は覚束ない一方、新規公債の発行にふみきれば、以前のあらゆる公債がこの特権によって新公債に流れ込むことは明らかなからである。現に長期起債は17年1月に至る1年以上の期間にわたって行われなかった。代わって登場したのは、短期債をいわばタップで発行するという新たな方法であるが（「持続的借り入れ制度」“system of continuous borrowing”）¹²⁾、そこで借り入れの主力となったのは国庫債券と戦時貯蓄証書であった。

前者に関しては、15年12月以降5%ものが毎日、無制限に売り出されるようになったのがその始まりである。額面金額は当初100ポンドから5000ポンドまでの5種類であったが、後には応募対象を広げるため50ポンド以下のものも発行された。16年12月にはこの種債券の発行は停止され、以後6%国庫債券がとって代わった。特徴的なことは、この場合にもいずれの債券に対しても将来の長期債への乗り換え権利が認められた点である。さらに、5%債券の場合にはその外国人保有者に対して、6%債券に至ってはすべての保有者に対して利子課税は免除された。

12) *Ibid.*, p. 236.

戦時貯蓄証書の売り出し開始は、16年2月以降のことである。同証書は15シリング6ペンスで売り出され5年後に1ポンドで償還されるしくみになっており、その間要求があれば期間に応じ一定の利子を付して払い戻されることになっていた。個人の応募限度額は500ポンドで、利子に対しては所得税は免除された。このため免税特典を得るために証書を求める者も多くなり、必ずしも零細とはいきれない資金も大量に流れ込んだとはいえ、この証書によって広範な零細資金が動員されたのも事実であり、この点にこそわれわれは注目すべきである。

第3表 イギリス政府起債状況

(百万ポンド)

	1914年 3月31日 残 高	純 増			1917年 3月31日 残 高
		1914年度	1915年度	1916年度	
長期債					
戦前無期公債	586.7	-3.4	-264.8	-0.7	317.8
定期年金	29.6	-1.5	-1.9	-2.1	24.1
3½%戦時公債	-	349.1	-286.3	-	62.8
4½%戦時公債	-	-	900.0	-880.0	20.0
5%戦時公債	-	-	-	2,067.0	2,067.0
4%戦時公債	-	-	-	52.4	52.4
短期債					
国庫債券	20.5	46.9	109.6	143.3	320.3
戦時貯蓄証書	-	-	1.4	73.1	74.5
戦費証書	-	-	-	23.6	23.6
流動債					
大蔵省証券	13.0	64.2	489.7	-103.1	463.8
一時借入金	-	-	19.9	197.6	217.5
その他公債(磅払い)	-	-	-	0.7	0.7
国内債計	649.8	455.3	967.6	1,571.8	3,644.5
外債	-	-	60.6	306.5	367.1
国債総計	649.8	455.3	1,028.2	1,878.3	4,011.4

Committee on National Debt and Taxation, *Appendices to the Report*, 1927, pp. 14-15;
E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy*, 1924-25, 1952, p. 106.

しかし、いかに以上の短期債をタップで発行してすら、国庫の必要を満たすのは到底不可能だった。第3表によれば、これら起債の純増加額は15、16年度をあわせても3億2740万ポンドにすぎず、この時期の国内債純増分のわずか13%弱にとどまるのである。短期債にのみ依存することはできず、といって長期債の発行も困難だというジレンマの下で、政府は結局流動債への依存を深める外に道はなく、事実、流動債残高は15年後半以降激しい膨脹をとげるのである。この点の検討は今はおき、ここではタップ大蔵省証券レートが為替相場の動向に規定されざるをえないことから生ずる公債費負担増大のメカニズムについて明らかにしておこう。

第4表によると、タップ・レートは当初やや低い値を示すもののその後は一貫して高水準で、しかも上昇傾向を辿っている。これは、タップ大蔵省証券導入の経緯からして明白な如く、市場金利の引き上げと、同時に大蔵省証券自体への外人投資を促進するためにレートが引き上げられたことを物語っている。それは、為替相場の動向を睨みつつニューヨークの短期金利に対抗して設定されたのである。他方、タップ・レートは国庫債券のレートとも一定の関連を有

第4表 大蔵省証券タップ・レートの変遷

	3カ月もの	6カ月もの	9カ月もの	12カ月もの
1915年	%	%	%	%
4月14日	2¾	3%	3¾	3¾
8月9日	4½	4½	4½	4½
10月27日	4¾	4%	5	5
11月12日	5	5	5	5
1916年				
3月24日	4½	4¾	4¾	5
6月16日	5	5	5	5
7月14日	5½	5¾	—	6
9月27日	5½	5½	—	5½

16年7月以降、9カ月ものの発行は停止された。

A. W. Kirkaldy (ed.), *British Finance during and after the War 1914-21*, 1921, p. 154.

第5表 ニューヨーク60-90日商業手形
割引率(月平均) (%)

年 月	1914	1915	1916	1917
1	4.53	3.84	3.13	3.55
2	3.84	3.75	3.13	4.09
3	3.82	3.38	3.13	4.13
4	3.75	3.66	3.13	4.28
5	3.88	3.72	3.13	4.83
6	3.88	3.65	3.63	5.00
7	4.50	3.25	3.97	4.68
8	6.34	3.53	3.73	4.81
9	6.70	3.25	3.38	5.19
10	6.44	3.22	3.38	5.38
11	5.50	2.98	3.50	5.44
12	4.35	3.13	3.91	5.50

R. N. Owens and C. O. Hardy, *Interest Rates and Stock Speculation*, 1925, Appendix F, p. 167.

したのであってみれば、これとの関係上、それと踵を接して発行開始をみた国庫債券についても、その額面レートは5%に設定されざるをえなかった。また、16年の夏から秋にかけニューヨークの短期金利が上昇した時にもタップ・レートは再び引き上げられ、したがって国庫債券レートも同年10月以降6%への引き上げをみたのである¹³⁾。

さて、赤字財政の進展は巨額の起債を必要としたが、われわれはそこに特徴的な公債政策がとられてきたことに気づく。すなわち、政府は当座の必要を短

していた¹³⁾。というのは、12ヵ月期限大蔵省証券と5ヵ年期限国庫債券とを比較すると、両者の市場構造には違いがあるとはいえそれ程著しいものとはいえず¹⁴⁾、それ故両者は起債に当り競合する側面をもったからである。こうした条件の下で可能な限り流動債への依存を抑え国庫債券の消化を図るためには、そのレートはタップ・レートと同等ないしそれ以上の水準に設定されねばならなかった。こうして、15年秋に対米相場が激しく下落しつつあったのに対応

してタップ・レートが連続的に高め

13) ハーグリーブズによると、タップ・レートの変化はある程度まで貯蓄の流れを国庫債券と大蔵省証券のそれぞれに割り振ろうとする大蔵省の意図をあらわすという。だが彼は、タップ・レートと債券レートとの間に明確かつ正確な関係があると想定するのは誤りだろうとつけ加えている。Cf. *Ibid.*, p. 237.

14) *Ibid.*, Footnote.

15) カーコールドイはこの引き上げの目的を3つ挙げている。すなわち、①より長期の公債の発行によって有利な機会が訪れるまで、比較的短期の性格の起債による資金調達を促進する、②外国資金をひきつけ、対中立国為替を安定させる、③新規資金を大蔵省証券からより長期の国庫債券へと振り向ける、というものである。Cf. A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, p. 164.

期債、ことに流動債によって満たしつつ、一定の時期に巨額の長期債を発行しその収入金によって流動債を償還すると同時に膨脹する経費を賄うというやり方をとったのである。こうした政策の下で、一方では長期債に付された高利回りや特権の保証、他方では短期借入れレートの高水準ないし引き上げとは、相まって公債費負担を増大せしめずにはいなかった。第6表で見ると、国債費総額は14年度を基準として

第6表 国債費の増加 (百万ポンド)

	1913年度	1914年度	1915年度	1916年度
確定国債費内	24.5	20.5	20.3	19.8
確定国債費外	—	2.2	39.9	107.5
国債費合計	24.5	22.7	60.2	127.3

Board of Trade, *op. cit.*, p. 108 より作成。

15年度にはその3倍弱へ、
16年度には6倍近くまで増加している。これは総額についてである。しかし、戦時中の起債が14年以来的戦時公債法によるものであり、

それに基く国債費支払いは確定国債費外の経費よりなされた点からみて、これのみをとりあげれば、14年度を基準として15年度にはその18倍強、16年度には実にその49倍近くへと増大しているのである。公債費負担の増大がいかに急速であり、また激烈であったかがわかるであろう。

2 国際収支の悪化と為替釘づけ政策の展開

開戦に際し、イギリスの戦争準備は軍事面でも産業面でも全くといってよい程整備されておらず早急な軍事動員が急務であった。そのため民間工場の軍需品工場への転換、鋼・鉄・鉄合金などの戦略資材の生産増大や食料増産などがすすめられたのであるが、それらは必ずしも円滑に運んだとはいえず、殊に初期には工作機械や工場設備、その他多くの原料の不足によって甚だしい弾薬不足をきたしたほどであった。この事態に対し、政府は一方で軍需省の設立、国立弾薬工場の建設、軍需品法の制定等をもって臨むと同時に、他方では戦時統制を次第に拡大させ戦略物資の確保と不急不要物資の輸入制限を図った。これらの措置は、財政赤字の圧力の下に生じた物価の騰貴や購買力の膨脹に伴う政府需要と民間需要との競合、不必要な輸入需要の増大といった事態に対処す

る上でとくに要請されたものであった。

ところでこの期のイギリス国際収支構造の特徴は、第7表から明らかな如く、

第7表 イギリスの国際収支

(百万ポンド)

	1913	1914	1915	1916	1917
経常勘定					
貿易収支	-132	-170	-368	-345	-467
輸入	-769	-696	-852	-949	-1,064
輸出	634	526	484	604	597
貿易外収支	339	315	395	520	575
海運収入	94	90	200	300	350
投資収入	210	200	180	210	215
短期利子・手数料等	35	25	15	10	10
政府対外支払い	-12	-20	-50	-50	-80
収支	195	125	-23	125	28
資本勘定					
対連合国等政府貸付	—	—	-298	-530	-563
政府対外借款	—	—	53	319	532
長期民間貸付(純)	-198	-144	-60	-6	-3
海外資産売却	—	—	43	110	60
金銀移動	-14	-51	11	10	3
	-212	-195	-251	-97	29
誤差脱漏	17	70	274	-28	-57
収支	-195	-125	23	-125	-28

1913年の貿易収支は Board of Trade の輸出入差額と一致していない。

- 1) 1913: Royal Institute of International Affairs, *The Problem of International Investment*, 1937, p. 139, 楊井・中西訳「国際投資論」昭和45年, 151ページ。
- 2) 1914-17: E. V. Morgan, *op. cit.*, pp. 304, 317, 341.

貿易収支と対連合国等貸付が一大赤字要因をなしていたことである。工作機械, 銅, ガソリン, 潤滑油, 燃料油, マンガン鉱, すずなどの完成品・原料品や小麦粉, 米, 冷凍牛肉, ベーコン, ハム, チーズ, マーガリンなどの食料品の輸入は軍事動員に伴いその量・価額ともに増加し, 一般に輸入価格の騰貴と相まって輸入総額は著しい膨脹をとげた。他方, 輸出面ではドイツその他の敵国と

の交易は禁止され対中立国輸出も制限されたため、輸出品価格の上昇にも拘らずその伸びは停滞し、ために貿易赤字総額は激増をとげたのである。なかでも、対米赤字残高はその絶対額においてもまた全体に占める比率からいっても年々増大を示したのであって(第8表)、ここにこそ対米為替問題がイギリスにとって死活的な重要性をもって浮かび上がってくる根拠があったといえよう¹⁶⁾。

第8表 イギリスの貿易赤字に占める合衆国の比重
(百万ポンド)

	1911-13 平 均	1914	1915	1916
対 米 赤 字 ①	72.9	74.0	181.3	227.3
貿易赤字総額②	134.3	170.4	368.0	344.6
①/② %	54.3	43.4	46.8	66.0

E. V. Morgan. *ibid.*, p. 309.

また、連合国・自治領等に対する貸付も歴大な額にのぼった。対自治領等貸付は額も比較的わずかであり、また重要性をもったのも初期に限られていた。これに対し連合諸国に対する貸付は年を追う毎に増大し、17年3月末日にはその残高は8億2700万ポンドにも達した。確かに、一面ではこれはイギリスの連合諸国への輸出を促しこれら諸国に対する貿易黒字巾を年々拡大させたのであって、その点で国際収支の黒字要因ともなった。だが、貸付の主要な目的は連合諸国がとくに合衆国においてその必要物資を調達しうよう、イギリスが連合諸国の輸入に金融をつける点にこそあったのである。その限りでは、ポンド相場下落をおし進める今一つの要因だったのである。

さて、対米相場は早くも14年末に平価を割り込んでいたが、それは15年に入っても回復するどころかいっそう下落の度を早めるに至った。戦争遂行という至上目的の下に輸入品をできるだけ安価に調達しようとする限り、相場下落は何としても阻止されねばならなかった。まさにこの点にこそイギリスその他連合諸国の命運がかかっていたといっても過言でなかったからである。かくて、

16) 上掲の貿易赤字額は過小評価されているといわれるが、資料上の制約のためそれがどの程度のものか詳らかでない。だが戦争の最初の2年間に英国政府が費やした金額は、合衆国のみで3~4億ポンドに達し、さらに17年6月末までにイギリスは合衆国に5億ポンドを支払わねばならないことになっていったといわれる点からして、相当の過小評価がなされていると思われる。 Cf. R. H. Brand, *War and National Finance*, 1921, pp. 284-285.

市場金利の引き上げの如き微温的手段のみにとどまらず、相場場の直接的支持は時間の問題となったのである。

相場支持の試みは、15年2月イングリッド銀行が合衆国のモルガン商会に対しボンドの買い支えを要請したのに始まる¹⁷⁾。だがその限度額2500万ドルは早くも5月には底をつき、もはや為替支持を同行の手に任せておけず、結局8月末に至り政府が直接乗り出さざるをえなくなった。政府は従来公開市場で必要資金を調達していたが、この時点に至って、先のモルガン商会内に大

第9表 対米為替相場

	1915	1916	1917
1	4.85 $\frac{3}{4}$	4.77 $\frac{3}{8}$	4.76 $\frac{1}{16}$
2	4.81 $\frac{1}{4}$	〃	〃
3	4.80 $\frac{1}{2}$	4.77 $\frac{1}{4}$	〃
4	4.80	4.77	〃
5	4.79 $\frac{1}{2}$	4.76 $\frac{5}{8}$	〃
6	4.77 $\frac{3}{8}$	〃	〃
7	4.77 $\frac{1}{4}$	4.76 $\frac{3}{4}$	4.76 $\frac{1}{2}$
8	4.61	4.76 $\frac{3}{8}$	4.76 $\frac{1}{16}$
9	4.72	4.76 $\frac{1}{2}$	〃
10	4.66 $\frac{1}{2}$	〃	〃
11	4.71	4.76 $\frac{3}{8}$	〃
12	4.75	4.76 $\frac{1}{8}$	〃

1) 平価は1ポンド=4.86 $\frac{3}{4}$ ドルである。

2) 各月末の最高相場を示す。

Ibid., pp. 345-347.

第10表 イギリスの外債 (百万ポンド)

	1915年度	1916年度
英 仏 共 同 公 債	51.4	51.4
担 保 付 証 書	—	143.2
モルガン商会借款	—	73.0
そ の 他	10.3	36.0
合 衆 国 計	61.7	303.6
カ ナ ダ	9.2	59.8
日 本	—	10.2
ノルウェー	—	7.2
金 借 款	—	90.0
そ の 他	—	2.4
総 計	70.9	473.3

年度末残高を示す。

Ibid., pp. 320-321.

蔵省勘定を設け、以後この勘定によってドル資金の調達と相場の釘づけ操作を行うのである。それは次の3つの源泉によっていた。第一に外債の募集、第二に金動員とその現送、第三に外国証券とくにドル証券の動員とその売却である。

第10表はこの期イギリスの外債募集状況を示しているが、15・16年度の純借入総額に占める合衆国の割合は各々87%、60%と圧倒的である。しかも、その他の国々からの借り入れも為替裁定等を通じてドルに転換されるのが通例だったので

17) ... H. Clay, *Lord Norman*, 1957, p. 94.

あり、イギリスが如何にドル資金の調達に狂奔したかが知られよう。この時期の対米借入れの主要なものは、英仏共同公債、担保付証券、モルガン商会からの当座借越であった。英仏共同公債は5カ年期限5%債券（英仏の利子課税免除）の形式で5億

第11表 イギリス担保付証券の起債状況

発行期日	発行総額	利率	満期日	発行価格
1916年9月	百万ドル 250	5%	1/9/18	99
1916年10月	150	5½%	1/11/19	99¼
	150	5½%	1/11/21	98½
1917年1月	100	5½%	1/2/18	99½
	150	5½%	1/2/19	99

A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, pp. 177-180; E. V. Morgan, *ibid.*, p. 324.

ドルを限度に発行され、その起債収入は英仏で等分された。公債は一括して引受シンジケート団に96で売り渡されたから、その年利回りは5 $\frac{113}{120}$ %にも達した¹⁸⁾。担保付証券の発行は決済資金枯渇のため為替に危機的状況の現われた16年夏以降、3回にわたって実施された。いずれの場合にも合衆国・カナダ等の外国証券が担保に供されたのが特徴で、そうでなければ外債を募りえないまでにイギリス政府の対外信用は失墜していた。またすべて割引で発行されたが、はじめ2回の起債の場合、その発行価格よりもさらに低い価格で引受シンジケートに売り渡され利鞘が保証されたのである。最後に、モルガン商会からの当座借越は16年5月から徐々に開始され17年5月には3億9850万ドルのピークに達したが、これ以後は急速に減少した。

金動員に関しては、政府は開戦後ほどなく、南ア、オーストラリア、インドと協定を結び新産金を排他的に買い入れる権限を獲得していた¹⁹⁾。同時に、英帝国の盟主として、帝国内諸国のロンドン保有金を使用するとりきめを行い、インドに対してその金吸収を制限する措置をとった。また、イギリスが連合諸国の軍需品購入の仲介者となったことからポンド・ドル相場を支持する困難が倍化されたため、フランス・ロシア・イタリアの金準備の多くをイギリスに輸

18) A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, p. 176.

19) イングランド銀行は、南アとは金1オンス当り77シリング9ペンスで、オーストラリアとは1オンス=77シリング10½ペンスで買い入れるとりきめを結んだ。 Cf. W. A. Brown, Jr., *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1934*, Vol. I, New ed., 1970, pp. 40-41.

出する協定も結ばれた²⁰⁾。海外からの金集中と並び、国内でも集中を進めるための種々の措置がとられた。15年8月の金使用節約を呼びかける大蔵省声明に始まって、16年12月には金貨を溶解ないし通貨目的以外に使用することが禁止され、さらに18年12月には金のプレミアムつき売買が禁じられた。こうして金兌換を事実上停止し、金の闇価格が騰貴するのを強権的に抑えつつ、同時に国内流通から金の還流を図ろうとしたのである。

第12表 イギリスの金動員とその輸出 (百万ポンド)

	1915	1916
国内流通からの還流	16	14
帝国の金生産	61	60
連合国からの輸入(金借款を除く)	20	—
合計	97	74
マイナス 発行部、政府紙幣勘定の保有増加分	2	2
総輸出(イヤ・マーク分を含む)	95	72

E. V. Morgan, *ibid.*, p. 338.

第12表によれば、イギリスは15・16年に合計1億7100万ポンドにのぼる金を動員したが、その内の大部分を輸出しなければならなかったことがわかる。のみならず、イギリスは16・17年にフランス・ロシアからとりつけた金借款(第10表参照)についてもその大部分を輸出したとみられるのであり、まさに受け入れた金のほぼ全てをはき出さねばならなかったのである。

だが、代償は以上に尽きるものではなかった。大規模な海外資産売却をも進めざるをえなかったからである。本格的な外国証券の動員・売却に先立ち、まずイングランド銀行が15年7月以降ドル証券を購入しニューヨークでそれを売却していた。ところが、12月にアメリカ・ドル証券委員会が任命されるに及び、以後この委員会が中心になって政府の動員計画をいっそう強力に推進することになった。

20) *Ibid.*, p. 41.

まず15年末から、後に「A計画」と呼ばれたものが実行に移されたが、その内容はほぼ次の様であった²¹⁾。

- (1) 大蔵省は指定証券をその時々ニューヨーク相場で買い上げる。
- (2) 証券の売却を望まない者は、2年間、証券を大蔵省に預託する。預託者は、その証券に対し支払われる利子・配当を従来通り受け取り、その上、預託証券の額面価格に対し年 $\frac{1}{2}\%$ の報償金の支給にもあずかることができる。大蔵省は借用証券を一定の条件の下で売却する権利を留保し、他方、預託者も証券の一部ないし全部を売却する権利を有する。

次いで、16年夏以降、対外金融が行き詰まりを示した時期²²⁾には、新たな証券借り入れの必要が生じ「A計画」は事実上停止されるとともに、8月末に至り「B計画」の開始をみた。この計画の目的は、証券の買い上げではなくその5年間借用であったが、それは合衆国での新たな起債のため担保証券を獲得する点にその主要な狙いをもっていた。証券動員を成功させるため、政府は、従来若干の証券についてそのロンドン価格をニューヨークの水準より高位に維持

21) A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, p. 184, pp. 189-190.

22) この期、イギリスが「絶望的」(J. M. Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, 1919. 救仁郷訳「講和の経済的帰結」昭和47年、271-272ページ。)なまでの危機に直面した有様について、ケインズの次の指摘参照。「私はとくに1916年末の恐ろしい取り付け[ドル為替に対する需要が殺到したこと—引用者]を思い出す。その時には毎日の需要は…しばらくの間500万ドルを越えていた。その当時われわれはそれを全く恐ろしいとしか考えなかった。……釘づけ政策を放棄してしまうことはわが国の信用を破壊し、実業界に混乱をもたらすことになったであろう。しかもなんらの実益ももたらさなかったであろう。私は1916年末第二次連立内閣が組織された23日後の歴史的事件を思い出す。事態はきわめて悪かった。大蔵省のわれわれはみな、唯一の望みは払い出しをして、以前の場合のように引き出しが急に止まることを当てるしかないとかたく信じていた。……チャーマーズ[当時、大蔵事務次官—引用者]は新しく成立した戦時内閣に報告するためにカーソンの部屋……まで出かけていった。「うん、チャーマーズ、ニュースは何だ」と山羊がいった。「すばらしいことですよ」とチャーマーズは高いふるえ声で答えた。「2日前にはわれわれは2000万ドル払い出しました。次の日には1000万ドル、きのうはわずか500万ドルでした。」彼はこの割合で1週間続けばわれわれは完全に一文なしになってしまうということ、そしてわれわれが平均200万ドルを非常にきつとと考えているということはつけ加えなかった。……事実引出しはほとんど即座にとまった。そしてわれわれは1917年3月アメリカ合衆国が参戦してその問題が解決されるようになるまで1週間か2週間分の現金を手にしてとぼとぼ歩いていたのであった。……アメリカ政府は、もちろん、それを知っていた。」(R. F. Harrod, *The Life of John Maynard Keynes*, 1951. 塩野谷九十九訳「ケインズ伝」上巻、昭和42年、235-236ページ。傍点—引用者。)

してきた最低価格規制を撤廃したり、大蔵省に預託もしくは売却されていない指定証券から生ずる所得に対し、懲罰的な追加所得税を課すなど、さまざまな手段をとった。だが結局17年1月には王国防衛条例が証券動員にも適用され、政府はこれにより証券徴発にふみきったのである。

さて、政府が動員しえた証券の額面総額は、計画が事実上終結した19年3月には約6億2300万ポンドに達した。その内16年末までに動員された分は全体の

第13表 外国証券の動員 (百万ポンド)

	買い上げ額	借り入れ額	総 額
1916年12月31日①	118.3	347.5	465.8
1919年3月31日②	216.6	406.0	622.6
①/② %	54.6	85.6	74.8

75%を占め(第13表)、このことから外国証券の圧倒的部分が17年4月のアメリカ参戦までに集中的に動員されたと推定される。動員された証券のう

A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, pp. 193-195 より作成。

ち売却分は総額2億6700万ポンドにのぼったが、15・16年度だけについてみると合計1億6900万ポンドであり²³⁾、売却総額に占める比率は63.3%にもなる。さらに、政府による証券売却に加え、民間ベースの売却もそれに匹敵する規模で進められた。しかも17年1月以降は民間売却に対し大巾な規制が加えられたから、その圧倒的部分がこの時までに行われたと推測され、その額は2億ポンドをはるかに上回ると考えられる²⁴⁾。このように、イギリスはアメリカ参戦に至るまでの時期、ポンドの基盤の一角を大きく売り渡ししながら対外金融上の行き詰まりに対処せざるをえなかったのである。

総じて以上の過程に対応するものこそ、イギリスの合衆国金融資本への依存であり、合衆国への金の集中、合衆国の純債権国としての地位の確立であった。この点からいえば、釘づけ政策はポンドのドルへの従属を準備するものでしかなく、また釘づけのためのイギリスの財政負担を増大させるものでしかなか

23) E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 330.

24) 1914年7月1日から19年12月31日の間のイギリスの対米投資の減少分は26億5500万ドル、すなわち5億5000万ポンド強である。これから政府売却分を差し引くと2億8300万ポンドが残る。17年4月までの民間売却分がこの内どれだけかを占めたかは不明である。Cf. C. Lewis, *America's Stake in International Investments*, 1938, p. 546.

たのである。

3 流動債への依存と財政・通貨危機

すでに述べた如く、大戦期の公債政策の下では流動債の膨脹は不可避であった。とくに1915年4月以降、金利下落に対処する上での最有力手段として大蔵省証券のタップ発行が開始されたこと自体、その累積に道を開くものであった。しかも高利回り・特権の保証により長期での起債が困難に陥る一方、短期債をタップで発行する新たな方法の採用もこれのみで膨脹する経費に処することなど不可能だったから、結局は流動債への依存が深まらざるをえなかったのである。

大蔵省証券残高は15年3月まで減少を続けた後タップ発行の開始された4月以降増勢に転じ、一時停滞を示すものの15年11月からは再び急上昇を始め16年末には11億ポンド余という異常なまでの増加ぶりを示した(第14表)。その後は第三回戦時公債の収入金により償還され、17年4月には4億5450万ポンドにまで落ち込んだ。また一時借入金は当初起債された分については年度末までに償還された。しかし、15年末から再びその残高は増加しそのまま未償還分を残しながら、16年末以降は爆発的な増大をみせるのである(第15表)。

しかも注意しなければならないのは、残高のこうした増大は起債・償還規模そのものの驚くべき拡大の下でもたらされたことである。第16・17表でみると、大蔵省証券および一時借入金による起債収入は、大戦直前の13年度に比し16年度には各々102倍、90倍へと異常な膨脹ぶりを示している。確かに以上の起債

第14表 大蔵省証券残高 (百万ポンド)

1915		1916	
1月30日	96.4	1月29日	418.1
2 27	86.5	2 26	418.3
3 31	77.2	3 18	473.2
4 24	125.0	4 22	604.9
5 29	204.7	5 27	668.3
6 19	247.7	6 24	743.7
7 31	245.9	7 29	842.4
8 28	232.9	8 26	908.7
9 18	237.3	9 23	1,003.6
10 30	237.5	10 28	1,082.8
11 27	293.8	11 23	1,124.5
12 25	380.2	12 31	1,115.8

Economist 当該時期各号より作成。

第15表 一時借入金残高 (百万ポンド)

	1914		1915		1916	
	I	II	I	II	I	II
1 月			—	8.5	—	38.0
2			—	5.0	—	18.0
3			—	—	—	19.9
4			—	—	—	27.9
5			—	—	5.0	26.9
6			—	—	9.0	42.0
7			—	1.0	9.0	44.4
8	—	1.5	—	1.0	9.0	41.4
9	—	9.3	—	1.0	—	35.9
10	5.0	14.4	—	19.9	—	51.9
11	20.0	19.6	—	61.0	—	49.4
12	—	7.0	—	70.0	46.0	95.2

- 1) 各月末の数値を示す。
 2) I はイングランド銀行からの、II は政府部局からの一時借入金である。

E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 170.

第16表 大蔵省証券起債・償還状況 (百万ポンド)

	起債収入	償還支出
1910~12年度平均	26.8	28.5
1913 年度	27.5	24.0
1914 年度	87.8	23.6
1915 年度	961.8	473.0
1916 年度	2,803.5	2,294.6

大蔵省国庫課、イギリスの流動公債(其一)、「調査月報」第22巻第3号、昭和7年3月、54-55 ページ。

第17表 一時借入金起債・償還状況 (百万ポンド)

	起債収入	償還支出
1910~12年度平均	12.0	19.0
1913 年度	12.0	12.0
1914 年度	101.2	101.2
1915 年度	322.1	302.2
1916 年度	1,076.6	878.9

1910, 11, 13年度については、起債・償還とも既定費一時借入金を含む。大戦中にはこれによる起債は全く行なわれなかった。同上。

の多くが年度内に償還されたのも事実であり、とくに一時借入金についてそうである。しかし、それにしてもかくも巨額の起債がなされた上に未償還分を残し、しかもこの未償還分は年を経る毎に拡大しているのであり、流動債の性格

からして天井知らずの信用膨脹がまき起るのは当然であろう。カンリフ委員会報告書は次のように述べている。

「例えばある週に、政府は租税と公債によって公衆から受け取る額とは別に、1,000万ポンドを必要としていると仮定しよう。政府はイングランド銀行に貸し上げを申し込むが、どんな銀行業者でも、彼が顧客に一時的貸出を許与する時には顧客の勘定に貸方記入するのと全く同じく、イングランド銀行は、帳簿記入によって所要金額を政府預金の貸方に書き入れる。それからその金額は、請負業者その他の政府に対する債権者へ払い出され、小切手が交換に回されると、イングランド銀行の帳簿における銀行業者〔勘定〕の貸方に振り込まれる——言いかえると、政府預金から「その他」預金に移される。それ故、全取引の結果は、株式銀行への預金の形で公衆の手にある購買力は1,000万ポンドだけ増加し、また、銀行業者のイングランド銀行預託現金は同額だけ増加するということになる。銀行業者の預金者に対する債務はこうして1,000万ポンドだけ増加し、また、その現金準備も同額だけ増加したから、銀行業者の債務に対する現金の比率（それは戦前には普通、20%をやや下回っていた）は改善され、その結果、彼らはその現金準備に追加された額の4〜5倍に等しい額まで顧客に対する貸出を行うことができるし、或いはそうした融資に対する需要がない場合には、受け取った現金と、その預金債務の増加に対し保有する必要のある比例部分との差額だけ、投資を増加させることができるのである。開戦以来、主としてとられたのはこの後者の方法であり、余剰現金は大蔵省証券やその他の政府証券に応募するために使用された。かく応募された現金は、再び政府によって費消され、既に述べた方式で銀行業者の現金残高へと還流したのであって、その過程は何度も繰り返され、ついには、イングランド銀行によって最初に貸し上げられる各1,000万ポンドは、その額に数倍する、新たな購買力を代表する新たな預金を創出するに至ったのである」²⁵⁾、と。

つまり、政府の借入れ→イングランド銀行「政府預金」の増大→政府による支払い→対政府債権者の株式銀行への預金の増大→株式銀行の信用拡張余力の増加→株式銀行の公債への投資、というのがここで明らかにされている過程

25) Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War, First Interim Report, 1918, para 10, in T. E. Gregory, *Select Statutes Documents & Reports Relating to British Banking 1832-1928*, Vol. 2, New ed., 1964, pp. 339-340.

第18表 交換所加盟銀行の統合貸借対照表

	預 金	現 金		コール・ 短期貸付		割 引		投 資		貸 出	
	A	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1914年 6月	849	127	15.0	113	13.3	122	14.4	135	15.9	422	49.6
12月	917	187	20.4	91	9.9	118	12.9	151	16.5	437	47.7
1915年 6月	1,035	222	21.5	113	10.9	148	14.3	205	19.8	424	40.9
12月	1,017	192	18.9	77	7.6	76	7.5	326	32.1	421	41.4
1916年 6月	1,075	203	18.9	96	8.9	109	10.1	321	29.8	414	38.5
12月	1,181	270	22.9	108	9.1	148	12.5	332	28.1	393	33.3

1) Aは100万ポンド, Bは預金に対する百分率を示す。

2) 加盟銀行に合併された銀行も含む。なお, 加盟銀行の預金高は連合王国の全銀行のその80%以上を占める。

E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 230.

であり, この過程は悪循環をくり返す中で膨脹をとげてゆくのである。そこで交換所加盟銀行の貸借対照表を検討し, 民間信用がどのような拡張過程を辿ったかをみてみよう。第18表によれば, 銀行は14年6月から15年6月までにその現金を9500万ポンド増加させ次の半年間に3000万ポンド減少させるが, その後1年間に再び7800万ポンド増加させている。この間第一回, 第二回の戦時公債の発行がなされ銀行は巨額の応募をしているにも拘らず, 現金量, 現金比率²⁶⁾とも15年後半を除き上昇しているのである。投資は14年6月から15年12月の間に2億9100万ポンドもの増大を示すが, これは戦時公債への応募によるものである。その結果, 預金も同期間に1億6800万ポンドの増加をみせた。割引はほぼ大蔵省証券の発行増・償還の動きに見合って, 相当の変動を示すが, 大蔵省証券が急膨脹をとげる15年末以後は一旦減少した割引量も再び増大し, 16年12

26) 民間銀行の現金比率に関する慣習はすでに19世紀においてみられる。今世紀の最初の40年間にはその比率は10%, ないしそれを若干上回るものだったといわれる(田中金司, イングランド銀行の金融政策, 高垣寅次郎監修・大蔵省銀行局編「欧米諸国の金融制度」(下), 昭和31年, 142ページ。)。ケインズも, 大戦直後にはそれは11.0~11.9%であったとしている(J. M. Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, New ed., 1971, p. 142. 中内訳 貨幣改革論, 「世界の名著」57, 昭和46年, 281ページ。)。この点, カンリッポの20%弱とする見解とくい違いがある。もし第18表の14年6月の15%が当時の標準的な比率を示すものだとすると, 大戦中の現金比率は非常に高水準であり, 銀行は顕著な信用拡張余力をもつに至ったといえよう。

月までの1年間に7200万ポンドの増加となっている。要するに、加盟銀行は現金を著しく増大させる中で信用拡張余力を蓄え、それを割引や投資の拡大にふりむけつつ預金量の甚だしい増加を達成したのである。

この現金量の増大をもたらしたのもこそ、初期の救済融資であり、また一時借入金や政府紙幣の発行などであった。これを基礎として大蔵省証券やその他の公債の消化も可能となったのであり、これはこれでまた信用膨脹をいっそう加速した。とくに大蔵省証券は加盟銀行の中心的な流動資産²⁷⁾を形成し、加盟銀行はその豊富な現金をとりまく厚い流動資産の壁を調節することにより公信用の拡大に容易に対応しえたのであり、なおかつ現金をも増加させることができたのである。この点は殊に15年末以後の時期に顕著にみられるところであり、まさに一時借入金と大蔵省証券によって信用膨脹が促されている様子が窺えよう。

さて、以上の条件の下では結局、物価騰貴と通貨需要の増大が生じるのは当然である。まず通貨について述べよう。金動員の下で鑄貨とりわけ金貨が流通から引き揚げられるのと対照的に、紙幣は政府紙幣を中心に大巾な増大を示した。だが政府紙幣発行の増大は単に通貨の増大にとどまるものではなかった。

「1914年通貨及び銀行券条例」の成立により大蔵省は1ポンドおよび10シリングの政府紙幣を発行する権限を手にした。それは無制限法貨とされ金兌換の義務を負うものとされたが、この兌換条項は国民には公表されず、また実際上金動員の下で兌換はなされなかったから、金本位制は事実上の停止をみた²⁸⁾。だがこれが主要な問題なのではない。政府紙幣の発行条件は2度の大蔵省令によって規定されたが、最初の省令では紙幣はイングランド銀行を通じ公定歩合で銀行に貸し付けられ、その限度額は該銀行の預金の20%までとされた。しか

27) 民間銀行は現金比率に加え、現金・流動資産（コールや割引手形など）の預金に対する比率、つまり流動性比率についても慣習的な比率を維持しようとする。この慣習の起源については、第二次大戦前とするものと後とするものがあり一定しないが、ケインズは、銀行は「大蔵省証券という形で保有される第二線準備の割合」に「若干の考慮を払う」と指摘している（J. M. Keynes, *ibid.*, pp. 142-143. 同上訳 281-282 ページ）。

28) 政府紙幣の発行はイングランド銀行券発行との関連を切断され、それ故イングランド銀行の金準備とも切り離され通常の中央銀行政策は何らの効果をも発揮しえなかった。償還勘定中の金貨・金地金は気休め以上のものではなく、政府紙幣発行の制限をなすものではなかった。

しこの方法は銀行の間で不評を買い、程なく、紙幣は「申込次第、必要なだけのその券面額を支払えば、イングランド銀行を通じ何人にも発行される」と改められた。この規定こそまさに通貨が赤字財政の具に供される突破口を開くものとなった。それは次の理由からである。この規定によれば、例えば銀行はそのイングランド銀行預け金を政府紙幣償還勘定 (Currency Notes Redemption Account) に振り込むことにより、それと同額の政府紙幣を手に入れうるとされていた。過程がここにとどまるなら、政府紙幣の発行は信用膨脹に対し全く受動的でしかなかったろう。だが事実はそうではなかった。政府は償還勘定に振り込まれた残高のうちから借り入れを行ったからである。それとともにこの勘定中の「政府証券」残高は増大したが、それは主として大蔵省証券や一時借入金から成っていた。本節冒頭に述べた流動債の膨脹は償還勘定からの借り入れに

第19表 政府紙幣発行残高および償還勘定
(百万ポンド)

	政府紙幣発行残高	政府紙幣償還勘定		
		金貨及金地金	政証券	イングランド銀行残高
1914. 8. 26	21.5	—	—	11.4
9. 30	28.4	4.5	10.9	9.1
10. 28	31.4	9.5	13.9	5.8
11. 25	34.1	13.5	13.9	5.8
12. 30	38.5	18.5	9.9	9.3
1915. 1. 27	35.4	22.5	11.9	0.03
3. 31	39.8	27.5	8.6	3.5
6. 30	46.6	28.5	9.6	8.6
9. 29	72.0	//	20.4	23.0
12. 29	103.1	//	54.6	20.5
1916. 3. 29	106.7	//	71.1	7.9
6. 28	122.1	//	88.2	7.0
9. 27	131.5	//	99.3	6.0
12. 28	150.1	//	118.1	6.9
1917. 3. 28	144.6	//	110.7	6.9

Economist 当該時期各号より作成。

もその一因を有していたのである。こうして最も極端な場合を想定すれば、一定額の政府紙幣の発行は借り入れ→政府によるその支出という既述の経路を媒介として、それと同額の民間銀行の現金準備を生み出す機構がここに確立されたのである。第19表によると、政府紙幣発行残高は15年後半から急速に増加し、それとともに政府証券残高も急増しているが、このことは15年末以降の流動債の膨脹および民間銀行の現金量の増

加と全く符節を合している。かくて政府紙幣の発行は、一方では赤字財政の展開の中で財政資金の調達手段に転化されると同時に、他方で民間銀行の現金増加の無尽蔵の源泉として機能し、信用膨脹を通貨面から支えたのである。

第20表 イギリスの卸売物価指数

	1915	1916	1917
1 月	116	148	191
2	121	155	196
3	128	155	205
4	129	162	208
5	129	167	209
6	126	163	218
7	127	162	216
8	127	169	219
9	129	171	218
10	130	177	220
11	135	185	223
12	140	190	226

1) 1914年1月～6月を100とする。

2) エコノミスト指数。

E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 73.

第21表 合衆国の卸売物価指数

	1915	1916	1917
1 月	104	125	157
2	110	127	159
3	110	130	161
4	112	134	166
5	112	134	173
6	111	133	177
7	113	132	183
8	112	131	187
9	112	134	190
10	114	137	193
11	118	146	195
12	122	156	201

1) 1914年1月～6月を100とする。

2) ブラッドストリート誌調査による。

日本銀行調査局「外国経済統計」昭和3年6月、141ページより算出。

卸売物価は、第20表のように、15年中葉に一時停滞したが秋以降急激なテンポで上昇し始め、16年には1年間で50ポイントもの騰貴を示した。この勢いは、17年に入り物価統制が強化されその効果の現われる6月に至るまでは、全く衰えるところを知らなかった。これはまさに流動債が著しい膨脹をとげた時期に一致している。しかも、この期のイギリスの騰貴率をアメリカのそれと比較すると、前者が後者を遙かに上回っている。16年2月には輸入認可委員会が設置され、民間での不急不要の輸入を徹底的に制限しようとする努力が開始されるなどしたとはいえ、英米間での騰貴率の格差の存在が為替相場に対する圧力を形成したことは明らかである。いわばインフレーションの進展による通貨の国内的価値の下落と、釘づけによって強制的に維持されているその対外的価値と

の間に乖離が生じたのであり、相場^の釘づけを放棄するわけにいかない以上、このことは釘づけの代償を増大させずにはいないのである。

お わ り に

以上の展開から明らかになった点を3点に要約し、ひとまず結論としよう。

(1) 赤字財政の進展の下で、政府は当面の経費を流動債・短期債によって賄いつつ、一定の時期に長期債を発行するという方法をとったが、このことは二様の意味で公債費負担を増大させるものだった。すなわち、一方では流動債・短期債のレートが為替相場の動向により規定されたためそれだけ公債費負担が高められる結果になった。他方では長期債の発行に際し、消化を促進するため、また外国資金を誘うために高利回り・特権が保証されたことも負担を加重した。

(2) 戦時財政の進展とともに主として合衆国からの輸入が激増し、また連合国等に対する貸付も著しい額にのぼったから国際収支の悪化は避けられなかった。そのため為替相場^の下落は加速されたが、できうる限り安価に輸入品を確保するためにはこれは何としてもくい止められねばならなかった。かくて為替釘づけ政策の採用は不可避であり、他方、外国資金のつなぎどめによって相場^の釘づけを補強する必要が生じたのである。前者の下では巨額の金現送・外国証券の売却・主として合衆国での募債が強行されざるをえず、これらは結局、ポンドのドルへの従属を準備するものでしかなく、また釘づけのための財政負担を高める外なかった。他方、後者^{の下}では借入れレートの上昇により公債費負担が増大せしめられたことは、上述した如くである。

(3) 流動債への依存とその膨脹、通貨発行の赤字財政への従属、これらはインフレーションの進行を促さずにはいなかった。しかもイギリスの物価騰貴率は合衆国のそれを遙かに上回ったのであり、このことは対米相場に不断の圧力を加えた。これは結局、釘づけ政策に対する負担加重となつてはね返らざるをえず、それ故その代償をいっそう著しいものにしたのである。

ここには赤字財政の展開＝財政の危機が公債問題を媒介として為替相場^{の下}

落＝通貨の危機と結びつき、新たな内容を加えつつ相乗的に深化してゆく姿が明確にみてとれよう。イギリスはこうした矛盾をかかえ込みながら戦局に対処せざるをえなかったのであり、アメリカ参戦間際には破局的な危機を迎えようとしていたのである。